



## **Agências de Notação de Risco**

---

**João Filipe Graça**



# **Agências de Notação de Risco**

João Filipe Graça



TÍTULO Agências de Notação de Risco

AUTOR(ES) GRAÇA, João Filipe

IMAGEM DA CAPA Coimbra Editora

COMPOSIÇÃO  
GRÁFICA Ana Paula Silva

EDIÇÃO CEDIPRE  
Faculdade de Direito da Universidade de Coimbra  
3004-545 COIMBRA | PORTUGAL  
Tel. | Fax: +351 239 836 309  
E-mail: cedipre@fd.uc.pt

PARA CITAR  
ESTE ESTUDO GRAÇA, João Filipe, "Agências de Notação de Risco", *Publicações  
CEDIPRE Online* - 14, <http://www.cedipre.fd.uc.pt>, Coimbra, Se-  
tembro de 2012

Coimbra  
Setembro | 2012

## ÍNDICE

1. Introdução .....	1
2. Quem são as agências de notação de risco?.....	5
3. Regulação: O início do problema .....	8
3.1. Regulação efectuada pelo mercado .....	9
3.2. Regulação Estadual .....	11
3.2.1. Breve síntese da regulação implementada .....	12
3.2.2. O contexto regulatório nos Estados Unidos da América .....	13
3.2.3. A regulação na Europa .....	15
3.2.4. Síntese das soluções implementadas após o despoletar da crise de 2007 .....	16
4. A notação de risco de Estados soberanos e o seu impacto .....	17
5. O Direito Administrativo Global: uma solução? .....	19
6. Conclusão .....	23
Bibliografia .....	25



## AGÊNCIAS DE NOTAÇÃO DE RISCO

“There are two Superpowers in the world in my opinion. There’s the United States and there’s Moody’s Bond Rating Service. The United States can destroy you by dropping bombs, and Moody’s can destroy you by downgrading your bonds. And believe me, it’s not clear sometimes who’s more powerful”.

THOMAS FRIEMAN

### 1. Introdução

As agências de notação de risco<sup>1</sup> caracterizam-se por serem pessoas colectivas privadas, não obstante podermos estar perante o exercício de funções públicas,<sup>2</sup> cuja actividade inclui a emissão de notações de risco a título profissional. Na verdade, estas agências configuram um marco incontornável do início do século XXI, embora se

---

<sup>1</sup> Adoptamos esta terminologia pelo facto de vigorarem no ordenamento jurídico da União Europeia, dois Regulamentos que regulam estas entidades. Referimo-nos ao *Regulamento (CE) 1060/2009, do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009 relativo às Agências de Notação de Risco* que veio a ser alterado pelo *Regulamento (UE) 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011 que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às Agências de Notação de Risco*. Por outro lado, cumpre salientar que é essa a designação que o ordenamento jurídico português atribui às entidades portuguesas que prestam serviços nesta área conforme o *n.º 1 do art. 12.º do Código dos Valores Mobiliários*.

<sup>2</sup> Cfr, SCHWARCZ, Steven L., - *Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox*, University of Illinois Law Review, Vol. 202, N.º 1, cit., p.1 e PIANESI, Luigi, - «Le agenzie di “rating” tra Privatizzazione di funzioni pubbliche e opinion private “geneticamente modificate”», *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Año 2011, n.º1, cit., p. 181. Segundo este autor, a ordem financeira global caracteriza-se pela presença de autoridades públicas e entidades privadas que exercem funções de direito público de evidente relevo publicista, bem como de standards globais, muitas vezes emitidos por entidades privadas, cuja relevância se manifesta na “obrigatoriedade” que impõem ao nível da adopção de legislações nacionais como verdadeiras medidas regulamentares.

reportem ao início do século XX, cuja relevância se manifesta na sua imponência e exuberância no sistema financeiro mundial.

Basta pensar que o crescimento verificado nos mercados financeiros internacionais teria sido impensável sem estas entidades com o dinamismo que hoje lhe subjaz<sup>3</sup>. Isto porque disponibilizaram indicadores claros e aceites internacionalmente, permitindo a investidores uma compreensão simples e tecnicamente elaborada onde, de uma panóplia de informações relativas ao objecto cujo risco se pretende aferir, se procura descortinar qual o nível de risco em causa, ou seja, visa-se alcançar uma redução de assimetrias de informação, por via de uma função transformadora<sup>4</sup>, e com ela alcançar uma eficiência económica proporcionando economias de escala.

Uma vez que no mundo económico a confiança constitui uma das principais características de prosperidade e de desenvolvimento, urge salientar que as agências de notação risco contribuem para que esta se verifique<sup>5</sup>. No entanto, é necessário que a prestação dos serviços que efectuem seja pautada pelo rigor de uma actuação isenta, responsável e credível, facto esse que se tem mostrado difícil de provar<sup>6</sup>, designadamente, no que diz respeito à notação de instrumentos financeiros derivados<sup>7</sup> bem como nos processos de revisão das notações já emitidas<sup>8</sup>, colocando em causa o papel das mesmas. Na verdade, parte da doutrina norte-americana entende que se tratam de entidades privadas desreguladas que actuam em domínios cujas funções são tradicionalmente públicas<sup>9</sup>.

---

<sup>3</sup> No mesmo sentido, UTZIG, Siegfried, - *The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking perspective*, Asian Development Bank Institute (ADB Working Paper), Working Paper No. 188, January, 2010, cit., p. 1.

<sup>4</sup> Cfr, BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, - *Credit ratings and complementary sources of credit quality information*, Basel Committee Banking Supervision, Working Paper, n.º 3, August, 2000, cit., p. 12. Disponível em [www.bis.org](http://www.bis.org).

<sup>5</sup> Salientando o mesmo ponto de vista, BLAUROCK, Uwe, - «Control and Responsibility of Credit Rating Agencies», *Electronic Journal of Comparative Law*, Vol. 11.3, December, 2007, cit., p. 10.

<sup>6</sup> No mesmo sentido, PARTNOY, Frank, - *Rating Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, University of San Diego School of Law, Paper No. 09 – 014, July, 2009, cit., p. 2.

<sup>7</sup> Entende-se por instrumentos financeiros derivados, “instrumentos que se estruturam por referência a uma realidade primária, que se encontra sujeita a oscilações financeiras, estruturando-se a partir da variação do valor de um elemento de referência”. Cfr., ASCENÇÃO, José de Oliveira, - «Derivados», *Direito dos Valores Mobiliários*, Vol. IV, Coimbra Editora, 2003, cit., p. 49.

<sup>8</sup> Cfr, HILL, Claire A., - *Why did Anyone Listen to the Rating Agencies after Enron?*, *Journal of Business & Technology Law*, Vol. 4, N.º 2, 2009 cit., p 293.

<sup>9</sup> Cfr, SCHWARCZ, Steven L., cit., pp. 2 e 3.



Começam a ser inúmeras as críticas às agências de notação de risco. Isto porque se entende, desde logo, que as notações de risco emitidas pelas mesmas não estão a corresponder a opiniões credíveis. Entende-se que estas entidades representam uma chave que permite desbloquear os mercados financeiros e com eles esquemas regulatórios por via de um “selo de conformidade” para com disposições legais e regulamentares<sup>10</sup>.

Por outro lado, as agências de notação de risco estão envolvidas em casos de falência de empresas cuja mesma deriva, directa ou indirectamente<sup>11</sup>, de notações de risco<sup>12</sup> que por elas são elaboradas. Basta pensar, designadamente, nas falências da Enron, Worldcom, Parmalat ou no Lehman Brothers onde se atribuem erros de análise as agências de notação de risco<sup>13</sup>.

Mas também se tem vindo a questionar o impacto que estas entidades desencadeiam nas notações da dívida soberana, ou seja, na notação de risco de Estados soberanos e, como tal, na capacidade de financiamento e recuperação económica dos Estados.

---

<sup>10</sup> Cfr, PARTNOY, Frank, - *Rating Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., p. 4, id, *The Paradox of Credit Ratings*, University of San Diego School of Law, Paper No.º 20, cit., pp. 2 e ss, id, *Overdependence on Credit Ratings was a Primary cause of the Crisis*, University of San Diego School of Law, Paper No. 09 – 015, July, 2009, cit., p. 9.

<sup>11</sup> Um exemplo que ilustra esta afirmação é possível de ser constatado na falência de *Enron*, após um *downgrading* da *Standart & Poor's* para “BBB-” dando origem ao vencimento imediato de uma obrigação cujo valor era de 690.000.000,00 dólares dada a seguinte cláusula contratual: “O banco tem o direito de exigir do mutuário o reembolso antecipado do empréstimo se a notação atribuída pela *Standard & Poor's*, pela *Fitch* ou pela *Moody's* à mutuária for inferior a “A-” ou “A3”, respectivamente, ou se alguma dessas agências de notação deixar de atribuir notação dívida de longo prazo, não subordinada e não garantida, do mutuário”. Cfr, STAFF TO THE SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, - *Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs*, 2002, cit., p. 114. Disponível em [www.senate.gov](http://www.senate.gov).

<sup>12</sup> Entende-se por *notação de risco*: “um parecer relativo à qualidade de crédito de uma entidade, de uma obrigação de dívida ou obrigação financeira, de títulos de dívida, de acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros, ou do emitente de tais obrigações de dívida ou obrigações financeiras, títulos de dívida, acções preferenciais ou outros instrumentos financeiros emitidos através de um sistema de classificação estabelecido e definido com diferentes categorias de notação.” Cfr, *alínea a) do n.º 1 do art. 3º do Regulamento (CE) 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às Agências de Notação de Risco*. Em sentido convergente, também é possível constatar que a IOSCO (Organização Internacional das Comissões de Valores Mobiliários) apresenta uma noção semelhante: “é uma opinião sobre a credibilidade de uma entidade, um compromisso de crédito, uma dívida ou uma dívida enquanto segurança ou de um emitente de tais obrigações, expressa através de um sistema estabelecido e definido de rating não sendo recomendações de compra, venda ou manutenção de qualquer título”. Cfr, THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE IOSCO, - *Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Disponível em [www.IOSCO.org](http://www.IOSCO.org).

<sup>13</sup> Cfr, SANTOS, Hugo Moredo, - «A Notação de Risco e os Conflitos de Interesses», in *Conflito de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira*, Almedina, 2010, cit., p. 473.

Este facto faz com que SABINO CASSESE saliente a evidente mudança de paradigma que os Estados enfrentam. Constatase que o paradigma clássico da estadualidade, assente no posicionamento do Estado enquanto detentor de uma posição de superioridade, estabelecendo regras e obrigações por via do poder público, como um “poder-legal-racional, previsível, mensurável e portanto controlável”<sup>14</sup>, começa a ser afectado na sua essência por via de uma “mercantilização” das instituições, uma pulverização dos poderes, que contribui para a existência de uma organização pública multi-nível<sup>15</sup>.

Esta evidência é mais gritante na área económico-financeira. Isto porque parte da política económica dos governos nacionais, passa de proactiva a reactiva sendo um dos indícios da crescente perda de soberania estadual<sup>16</sup> representando, as agências de notação de risco, um claro exemplo desta constatação.

Compreende-se assim, a necessidade de um estudo sobre estas entidades com o objectivo de evidenciar a necessidade de um Direito Administrativo também ele em transformação dada a crescente tecnicidade da sociedade<sup>17</sup>. Daí entendermos que conceitos como eficiência<sup>18</sup> bem como o de responsabilidade de garantia<sup>19</sup> sejam fundamentais para uma adequada resposta à “emergência de novos elementos e mecanismos de evolução da moderna sociedade”<sup>20</sup>.

---

<sup>14</sup> Cfr, CASSESE, Sabino, - «L` Arena Pubblica - Nuovi Paradigma per lo Stato», *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Año 2005, n.º 3, cit., p. 643.

<sup>15</sup> Cfr, *Ibidem*, *ob. cit.*, pp. 644 e 645.

<sup>16</sup> Cfr, CASSESE, Sabino, - *A Crise do Estado*, Tradução de Ilse Paschoal Moreira e Fernanda Lauducci Ortale, Campinas, Saberes Editora, 2010, cit., p. 46.

<sup>17</sup> Sobre o tema, SOARES, Rogério E., - *Direito Público e Sociedade Técnica*, Tenacitas, Coimbra Editora, 2008.

<sup>18</sup> Cfr, GONÇALVES, Pedro, - «Direito administrativo da regulação», in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Marcello Caetano – No Centenário do seu Nascimento*, Vol II, Coimbra Editora, 2006, cit., pp. 527 e ss.

<sup>19</sup> A responsabilidade pública de garantia diverge da responsabilidade pública de execução. Nesta, o Estado decide por si próprio a realização de tarefas em cumprimento do interesse público. Na primeira, verifica-se um processo de privatização material de tarefas que se desloca para o sector privado relativamente a actividades e incumbências situadas num dever estadual de garantia. Este tipo de responsabilidade pressupõe a privatização material de uma tarefa ou então a activação da responsabilidade própria dos privados em áreas relacionadas com o cumprimento de fins estaduais. Cfr, GONÇALVES, Pedro, - *Entidades Privadas com Poderes Públicos*, Almedina, 2008, cit., pp. 165 – 167.

<sup>20</sup> Cfr, GOMES CANOTILHO, J.J. - «O Direito Constitucional Passa; O Direito Administrativo Passa Também», in *Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Rogério Soares*, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2001, cit., p. 707.

## 2. Quem são as agências de notação de risco?

É comum entre os diversos autores qualificarem o sector das agências de notação de risco como um oligopólio natural<sup>21</sup>, que é composto, a título principal, pela Moody's Investors Service<sup>22</sup>, Fitch Publishing Campony<sup>23</sup> e a McGraw-Hill<sup>24</sup>, mais conhecida por Standard & Poor's embora esta seja apenas uma divisão daquela. Cumpre no entanto salientar, que só a Moody's e a McGraw-Hill são norte-americanas sendo que a Fitch pertencente a um conglomerado francês, a Fimalac (Financière Marc de Lacharrière)<sup>25</sup>. Este facto leva alguns autores a referirem-se ao "duopólio norte-americano"<sup>26</sup>.

Este oligopólio natural explica-se pela experiência que é necessária para efectuar uma análise credível sobre a susceptibilidade de inadimplência de um certo tipo de obrigações de dívida, seja ela emitida por entidades públicas ou privadas, podendo a notação de risco abarcar estas duas realidades (obrigações e entidades).

Esta credibilidade constituiu um verdadeiro factor que permitiu aos investidores incutirem sobre estas entidades um elevado nível de reputação. Na verdade, considera-se que esta corresponde a um factor fundamental para operar neste sector, na medida em que se visa proceder a uma redução das assimetrias de

---

<sup>21</sup> Cfr, TONELLO, Matteo, - «Le agenzie di rating finanziario: il dibattito su un modello economico e esposto al rischio di conflitto di interessi», in *Contratto e impresa*, Padova, ano 21, n.º 3, 2005, cit., p. 930, SANTOS, Hugo Moredo, cit., p. 497 e FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Carneiro, - *O Poder das Agências*, Matéria . Prima Edições, Bruxelas, 2012 cit., p. 36.

<sup>22</sup> A Moody's caracteriza-se por ter sido a primeira agência de notação de risco a surgir no Mercado. Surge em 1914 sendo a esta que se deve o actual modelo de notação de risco. Caracteriza-se por ser a agência de notação de risco que mais prestígio detém no mercado sendo que das várias empresas que são objecto de notação, cerca de 78% são avaliadas pela Moody's. Cfr, HILL, Claire A., - *Regulating the Agencies Rating*, Georgetown University Law Center, Vol. 82, 2004, Working Paper No. 452022, cit., pp. 6 e 7; SANTOS, Hugo Moredo, cit., p. 497; FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, cit., p. 26 e Moody's history in [www.moody.com](http://www.moody.com).

<sup>23</sup> A Fitch surge em 1924 e caracteriza-se por ser, de entre as três principais agências de notação de risco, aquela que detém menor cota de mercado. Para superar esta dificuldade, a Fitch especializou-se em notação de risco de bancos e de produtos financeiros estruturados. Cfr, The history of Fitch Ratings in [www.Fitchratings.com](http://www.Fitchratings.com).; HILL, Claire A., - *Regulating the Agencies*, cit., pp. 6 e 7; SANTOS, Hugo Moredo, cit., p. 497; FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, cit., p. 27.

<sup>24</sup> A McGraw-Hill surge em 1941 após uma fusão entre a Poor's Publishing Company, fundada em 1916, com a Standard Statistics Bureau fundada em 1922. Cfr, Company history in [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).; HILL, Claire A., - *Regulating the Agencies Rating*, cit., pp. 6 e 7; SANTOS, Hugo Moredo, cit., p. 497; FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, cit., p. 28.

<sup>25</sup> Cfr, HILL, Claire A., - *Regulating the Agencies Rating*, cit., pp. 6 e 7 e FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, cit., p. 84.

<sup>26</sup> Cfr, BLAUROCK, Uwe, cit., p. 5.

informação<sup>27</sup>, ou seja, oferecer aos investidores um instrumento sintético que permita trazer para fora a informação oculta reduzindo assim, os custos de transacção bem como na monitorização periódica das notações uma vez emitidas.

Deste modo, entende-se que o campo de actuação das agências de notação de risco corresponde a um exemplo paradigmático onde a reputação é essencial<sup>28</sup>. Esta constatação faz com que FABIAN DITTRICH afirme que “a reputação é tipicamente relevante nas relações de onde derivam informações assimétricas em que os consumidores não podem facilmente observar a qualidade do produto ou serviço ex ante. Devido à boa reputação, os investidores acreditam na avaliação ex ante. Os emitentes, por sua vez, procuram as classificações de agências de grande reputação, porque as suas avaliações prometem uma maior redução dos custos de empréstimos”<sup>29</sup>.

Como já referido, são três as principais agências de notação de risco<sup>30</sup>. No entanto, esta actividade de análise da capacidade de cumprimento de obrigações assumidas, surge por via de uma análise de Henry Poor às empresas que operavam na exploração e expansão dos caminhos-de-ferro norte-americanos. O culminar desta análise surge em 1900, data em que este autor publica um manual sob a epígrafe “Manual of Industrial and Miscellaneous Securities”<sup>31</sup>. O mesmo versava uma análise exaustiva de mais de 200 empresas ferroviárias. Estava assim lançada a notação de risco no sector privado.

Não obstante uma análise da notação de risco no sector privado, as agências de notação de risco foram paulatinamente forjando novas metodologias também elas idóneas a proporcionarem uma compreensão da capacidade de cumprimento de obrigações assumidas ou emitidas por Estados. Surge assim, a notação de dívida

---

<sup>27</sup> No mesmo sentido, PARTNOY, Frank, - *Overdependence on Credit Ratings was a Primary cause of the Crisis*, cit., p. 2, PIANESI, Luigi, cit., p. 183.

<sup>28</sup> Partilhando da mesma opinião, CINQUEGRANA, Piero, - «The Reform of the Credit Rating Agencies: A comparative perspective» in *Symposium on Building the financial System of the 21<sup>st</sup> Century: An Agenda for Europe & United States*, Turin, Italy, March 26 – 28, 2009 cit., p. 120. Disponível em [www.law.harvard.edu/programs/olin-center/](http://www.law.harvard.edu/programs/olin-center/).

<sup>29</sup> Cfr, DITTRICH, Fabian, - *The Credit Rating Industry: Competition and Regulation*, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, Köln, 2007, cit., p. 21.

<sup>30</sup> Não obstante serem apenas três as agências de notação com maior prestígio, nos E.U.A, até ao final do ano de 2011, existiam mais sete agências de notação com o status de “*Nationally Recognized Statistical Rating Organizations*”: A. M. Best Company, Inc.; DBRS Ltd; Egan-Jones Rating Company; Japan Credit Rating, Ltd; Kroll Bond Rating Agency, Inc; Rating and Investment Information, Inc; Realpoint LLD.

<sup>31</sup> Cfr, Moody’s history, disponível em [www.moody.com](http://www.moody.com).

soberana<sup>32</sup> e com ela uma análise que reflecte minuciosamente questões em torno da autoridade dos Estados<sup>33</sup>.

Esta notação de risco de Estados soberanos tem como principais finalidades a possibilidade dos Estados objecto de notação obterem acesso a mercados internacionais através de emissão de títulos de dívida. Todavia, e como efeito reflexo, constata-se a existência de um impacto (negativo/positivo) sobre entidades privadas que sejam também objecto de notação, quando estejam sob a jurisdição de um Estado cuja notação de risco apresente ou não uma boa performance<sup>34</sup>.

A precursora deste tipo de notação foi a Moody's, sendo que esta já emitia este tipo de notação antes da 1.ª Guerra Mundial. Em 1929 a Moody's já tinha analisado cerca de 50 Governos estaduais e locais nos Estados Unidos<sup>35</sup>, enquanto a Standard & Poor's já havia emitido, na mesma data, 21 notações de risco de Estados soberanos<sup>36</sup>.

Todavia, cumpre salientar que a notação de risco de Estados soberanos acarreta uma análise de questões mais difíceis de analisar do que as que estão em volta das notações de risco do sector privado. Desde logo, porque existe uma "previsibilidade limitada do comportamento da economia em geral e dos desenvolvimentos políticos em particular"<sup>37</sup>. Este facto origina uma análise cuja componente de avaliação assenta numa ampla gama de informação complexa e de difícil compreensão.

---

<sup>32</sup> A *notação da dívida soberana* visa indicar a capacidade dos Estados objecto de notações cumprirem com as suas dívidas comerciais na sua totalidade e no período temporal determinado. Quanto ao obrigado (Estados), a notação foca-se exclusivamente na qualidade do crédito dos Governos centrais proporcionando uma avaliação do risco soberano. Quanto à obrigação em sentido estrito, as notações focam-se exclusivamente na qualidade do crédito da dívida soberana aos credores privados. Cfr, BHATIA, Ashok Vir, - *Sovereign Credit Ratings Methodology: Na Evaluation*, International Monetary Fund, October, 2002, Working Paper No.º 02/170, cit., p. 5.

<sup>33</sup> Na notação de risco de Estados soberanos é tido em conta: *estabilidade política* que irá ter em conta a flexibilidade política; integração global; estabilidade geopolítica e o peso da participação do Governo no sistema financeiro mundial; *perspectivas económicas*, analisando a abertura ao comércio internacional, eficiência de alocação de poupanças e dinamismo económico; *flexibilidade fiscal*, procurando-se sintetizar a flexibilidade orçamental, a rigidez da despesa primária assim como os empréstimos contraídos bem como encargos de dívida e juros; *estabilidade monetária*, onde se analisa o grau de independência dos bancos centrais e a *flexibilidade externa* designadamente em termos adaptabilidade no contexto internacional. Cfr, BHATIA, Ashok Vir, cit., pp. 15 e ss.

<sup>34</sup> Cfr, CANTOR, Richard e PACKER, Franck, - Determinants and impact f sovereign credit ratings, *Economic Policy Review*, Vol. II, n.º 2, October, 1996, cit., p. 37.

<sup>35</sup> Cfr, FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, cit., p. 48 e BHATIA, Ashok Vir, cit., p. 5.

<sup>36</sup> Esta análise versava em 11 países europeus, 5 da América latina, 3 da Ásia e 2 da América do Norte. Cfr, BHATIA, Vir Ashok, cit., p. 5

<sup>37</sup> Cfr, BHATIA, Vir Ashok, cit., p. 9.

Na verdade, os autores falam na existência de factores quantitativos (medidas de desempenho económico e financiamento bem como pagamentos externos e da dívida) bem como de factores qualitativos (desenvolvimento e estabilidade política e flexibilidade fiscal) no procedimento de análise desta modalidade de notação de risco, concluindo que a crise Asiática demonstrou um peso acrescido na valoração de factores quantitativos<sup>38</sup>.

### 3. Regulação: O início do problema

Dado o poder que estas agências têm, muitas vezes se foram erguendo contra a sua actuação. Na verdade, a chamada de atenção para o poder que as agências de notação de risco manifestam não é de hoje. Essa constatação já tinha sido evidenciada quer no sector económico, em 1996 por THOMAS FRIEDMAN<sup>39</sup>, quer no sector político, em 2002 por JOSEPH LIEBERMAN<sup>40</sup>, quer no próprio sector da regulação, nomeadamente, a Autoridade de Supervisão Financeira Alemã em 2003<sup>41</sup>.

O tema da regulação das agências de notação de risco não é um tema pacífico. Como ponto de partida, constatamos que a doutrina salienta que “uma das principais dificuldades no relacionamento entre o Estado e a indústria do rating é a multiplicidade de potenciais problemas”<sup>42</sup>. Por outro lado, existem posições que sustentam que, embora a regulação seja necessária, a mesma, para ser eficaz, apenas poderá ter como objectivo primário a resolução de conflitos de interesses<sup>43</sup>.

Quanto à temática da regulação<sup>44</sup> em geral, existem autores que sustentam firmemente que a regulação não irá incrementar eficiência a este mercado e que a

---

<sup>38</sup> Cfr, REISEN, Helmut, - *Ratings since the Asian Crisis*, United Nations University, WIDER, Discussaion Paper No. 2002/2, January, 2002, cit., p. 2.

<sup>39</sup> Cfr, Interview with Thomas Friedman, *The MacNeil/Lehrer Newshour*, February, 1996.

<sup>40</sup> O próprio sector político norte-americano não se revela incipiente à importância que as agências de notação de risco desempenham na sua própria economia capitalista sendo a chave para a abundância de capital e liquidez. Cfr, *Rating the Raters: Enron and the Credit Rating Agencies: Hearing Before the Senate Comms. on Governmental Affairs*, 107<sup>th</sup> Cong. 116 (2002), <http://gov-aff.senate.gov/032002lieberman.htm>.

<sup>41</sup> Cfr, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 4.

<sup>42</sup> Cfr, DITTRICH, Fabian, *cit.*, p. 98. Segundo este autor, as razões pelas quais se deve proceder a uma regulação das agências de notação de risco prendem-se: pelo poder oligopolista que manifestam; pela ineficiência demonstrada; pela instabilidade do mercado financeiro; por comportamentos anti-competitivos e pelo declínio da qualidade da notação de risco.

<sup>43</sup> Cfr, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 18.

<sup>44</sup> Não obstante configurar um conceito polissémico, a doutrina entende por *regulação* o “estabelecimento e a implementação de regras para a actividade económica destinadas a garantir o seu funcionamento equilibrado de acordo com determinados objectivos públicos.” Cfr, MOREIRA, Vital, - A

mesma é susceptível de por em causa a inovação de novas formas de análise de estruturas financeiras<sup>45</sup>.

### 3.1. Regulação efectuada pelo mercado

Segundo os autores que perfilham esta posição, são dois os grandes argumentos que sustentam a posição que invocam. O primeiro tem em conta o facto das agências de notação de risco deterem como activo fulcral, o capital humano, ou seja, os seus analistas. Esta constatação faz com que estas entidades manifestem uma natureza extremamente internacional e como tal, susceptível de fácil deslocação entre os diversos países. Em segundo lugar, invoca-se que a “regulação” deste sector deve ser centrada na reputação que, segundo esta perspectiva, surge como possível substituto da regulação pública funcionando como uma sanção<sup>46</sup>. Isto porque se entende que a própria função das agências de notação de risco, faz com que estas sejam dependentes da confiança e credibilidade que adquirem no mercado<sup>47</sup>.

A reputação funcionará assim como um *check and balance* entre a objectividade e a independência das notações de riscos sob pena de acarretarem consequências negativas, onde o próprio mercado efectuará um processo de escolha face à credibilidade das actuações das agências de notação de risco.

A crítica susceptível de efectuar a esta posição prende-se com a constatação de que o próprio mercado não é capaz de se regular e a prova verifica-se no facto da auto-regulação não ter sido acompanhada de mecanismos de supervisão<sup>48</sup>. Por outro lado, existe uma excessiva dependência das notações de risco (*overreliance*). Considera-se que esta excessiva dependência, que se tem verificado de forma crescente desde 1973<sup>49</sup>, foi a principal causa de turbulência no mercado do crédito, muito impulsionada pelos acordos de Basileia relativos a regras comuns de supervisão bancária e

---

*Auto-regulação Profissional e Administração Pública*, Coimbra, Almedina 1997, cit., p. 34. Já Pedro Gonçalves entende por regulação, “uma intervenção estadual externa na esfera da economia, do mercado e, em geral, das actividades privadas desenvolvidas em regime concorrencial; em traços gerais, essa intervenção consiste na definição das condições normativas de funcionamento da actividade regulada e no controle da aplicação e observância de tais condições.” Cfr, GONÇALVES, Pedro, - “Direito Administrativo da Regulação”, cit., p. 540.

<sup>45</sup> Cfr, SCHWARCZ, Steven, L., cit., pp. 1 e 2 e CERVOME, Elisabetta, - «Riflessioni per un’indagine sulle agenzie di rating», *Rivista Trimestrale di Diritto Dell’Economia*, 2009, cit., p. 291.

<sup>46</sup> Neste sentido, UTZIG, Siegfried, cit., p. 6.

<sup>47</sup> Procedendo à mesma constatação, PIANESI, Luigi, cit., p. 194 e DITTRICH, Fabian, cit., p. 13.

<sup>48</sup> Em sentido próximo, CERVONE, Elisabetta, cit., p. 289.

<sup>49</sup> Cfr, PARTNOY, Frank, - *The Paradox of Credit Ratings*, cit., p. 18.

funcionamento dos bancos<sup>50</sup>, e, na verdade, não são raros os exemplos, até mesmo no ordenamento jurídico português<sup>51</sup>, que confirmam esta constatação<sup>52</sup>.

No entanto, e não obstante os casos que envolvem as agências de notação de risco, principalmente após o caso Enron, verifica-se um paradoxo. Este paradoxo traduz-se na contínua prosperidade das agências de notação assim como no facto dos participantes do mercado continuarem a confiar nas notações emitidas por estas entidades, não obstante a diminuição do valor informativo<sup>53</sup>. Esta constatação permite afirmar que o próprio mercado não é capaz de proceder, por si só, à sua própria “regulação”.

Esta contínua dependência é justificada, segundo CLAIRE HILL, pelo facto de certo tipo de atitudes e comportamentos no campo económico sofrerem de um certo tipo de inércia dada a notação de risco ser parte integrante da cultura financeira<sup>54</sup>. Daí a autora entender que “revisitar as nossas crenças constantemente é extremamente demorado e potencialmente paralisante por isso, o que seria de um mundo em que as pessoas não têm muita fé nos seus dogmas e portanto revisitam-nos cuidadosamente e com frequência”<sup>55</sup>.

---

<sup>50</sup> É possível verificar uma intensa dependência da notação de risco em áreas como a dos seguros, fundos de investimento, empresas de investimento, e ainda no próprio BCE. Cfr, FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, *cit.*, pp. 74 e ss e BLAUROCK, Uwe, *cit.*, p. 9.

<sup>51</sup> A título de exemplo destacamos a alínea b) do n.º 1 do art. 349º do CSC “As sociedades anónimas não podem emitir obrigações em montante que exceda o dobro dos seus capitais próprios, considerando a soma de subscrição de todas as obrigações emitidas e não amortizadas”, n.º 4 do art. 349º “O limite fixado nos números anteriores não se aplica”, alínea b) “A sociedades que apresentem notação de risco da emissão atribuída por sociedade de notação de risco registada na Comissão do Mercado de Valores Mobiliários”. Segundo exemplo: Decreto-Lei 59/2006 que estabelece o Novo Regime aplicável às Instituições de Crédito Hipotecário, bem como às obrigações sobre o sector público: n.º 1 do art. 18.º “Para fazer face a necessidades temporárias de liquidez, podem ser contratadas linhas de crédito irrevogáveis que, em caso de necessidade, podem ser activadas, sendo estes fundos utilizados exclusivamente para pagamento de reembolso e juros devidos no âmbito das emissões de obrigações hipotecárias” n.º 2 do art. 18.º “as facilidades de crédito referidas no número anterior apenas podem ser contratadas com instituições de crédito com notação de risco igual ou superior a “A-” ou equivalente.

<sup>52</sup> Cfr, PARTNOY, Frank, - *Over dependence on Credit Ratings was a Primary cause of the Crisis*, *cit.*, p. 10.

<sup>53</sup> Cfr, PARTMOY, Frank, - *Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, *cit.*, p. 6, id «The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies», *Washington University Law Quarterly*, Vol. 77, N.º 3, 1999, *cit.*, p. 651.

<sup>54</sup> No mesmo sentido, PARTNOY, Frank, - *Over dependence on Credit Ratings was a primary cause of the crisis*, *cit.*, p. 10.

<sup>55</sup> Cfr, HILL, Claire A., - *Why did anyone listen to the Rating Agencies After Enron?*, *cit.*, p. 285.



### 3.2. Regulação Estadual

No pólo oposto desta discussão, encontramos os defensores de uma efectiva regulação estadual<sup>56</sup>. O que a crise económica tem demonstrado é que, principalmente em tempos economicamente conturbados como os de hoje, existir uma entidade que proceda a uma análise coerente sobre os riscos inerentes a um investimento, representa um instrumento deveras poderoso<sup>57</sup>. Assim, e uma vez que o principal modelo de regulação que incidia sobre as agências de notação de risco cingia-se à mera auto-regulação<sup>58</sup>, fez com que a maioria dos sistemas jurídicos apresentasse um deficit regulatório sobre estas agências<sup>59</sup>, aliada a uma díspar supervisão<sup>60</sup>, que se revelou incapaz de evitar os excessos de um sistema financeiro evoluído<sup>61</sup>.

Surge, por este facto, a necessidade de uma ampla reforma do modelo de regulação<sup>62</sup> levada a cabo pelas autoridades competentes de cada Estado e a mesma deverá ser pautada por um largo consenso entre os diversos estados<sup>63</sup>.

<sup>56</sup> Cfr, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 5.

<sup>57</sup> No mesmo sentido, HILL, Claire A, - Why did anyone listen to the Rating Agencies After Enron?, *cit.*, p. 289.

<sup>58</sup> O conceito de auto-regulação está longe de ser um conceito unívoco. Por este facto, Vital Moreira entende que são três os traços que caracterizam a auto-regulação. “Em primeiro, é uma forma de regulação e não a ausência desta; auto-regulação é uma espécie do género regulação. Segundo, é uma forma de regulação colectiva. Não existe auto-regulação individual; a autocontenção ou autodisciplina de cada agente económico ou empresa, por motivos morais ou egoísticos, não é regulação; a regulação envolve uma organização colectiva que estabelece e impõe aos seus membros certas regras e certa disciplina (...). Terceiro, é uma forma de regulação não estadual (...).” Cfr, MOREIRA, Vital, - *Auto-regulação profissional e administração autónoma*, (A organização institucional do vinho do Porto), Vol. I, Coimbra, 1996, *cit.*, p. 59.

<sup>59</sup> No mesmo sentido, BLAUROCK, Uwe, *cit.*, p. 10.

<sup>60</sup> A supervisão define-se como “a actividade da Administração limitadora da liberdade dos administrados, mediante a qual se quer garantir que os sujeitos privados ou públicos, que actuam sob o regime do direito privado operando num determinado sector ou nele desenvolvam determinada actividade, o façam de forma ajustada ao estabelecimento na ordenação do referido sector ou actividade, através de um controlo prévio (autorizações e poderes regulamentares), de vigilância de actividades (informação, inspecção), de intervenções correctivas (injunções, ordens) que podem culminar no exercício de funções repressivas (sancionatórias).” Cfr, CATARINO, Luís Guilherme, - *Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros, Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes*, Almedina, Coimbra, 2010, *cit.*, pp. 287 e 288.

<sup>61</sup> No mesmo sentido, ALPA, Guido, - «Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale», *Revista Trimestrale di Diritto Dell'Economia*, 2009, *cit.*, pp. 87 e 88.

<sup>62</sup> Esta constatação pode ser comprovada no *Regulamento (CE) 1060/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às Agências de Notação de Risco* onde se pode constatar: “A crise dos mercados financeiros internacionais demonstrou claramente a pertinência de examinar, mais desenvolvidamente a necessidade de amplas reformas do modelo de regulação. A fim de atingir o nível necessário de convergência e de cooperação em matéria de supervisão na Comunidade e de sustentar a estabilidade do sistema financeiro, urge proceder a reformas mais amplas do modelo de regulação e de supervisão do sector financeiro da Comunidade”.

### 3.2.1. Breve síntese da regulação implementada

Vamos considerar dois momentos fundamentais relativamente a esta temática. O primeiro irá ter em conta o período temporal anterior a 2007 e o segundo, após esse marco temporal. Isto porque se entende que a crise do sub-prime, iniciada nos finais de 2007, agravou a necessidade de uma reforma regulatória sobre as agências de notação de risco<sup>64</sup>.

A título inicial, e num contexto global, urge destacar o papel que desempenhou a IOSCO (International Organization of Securities Commissions) visando, entre outras funções, elaborar padrões de regulação financeira relativos às agências de notação de risco.

A principal contribuição da IOSCO nesta matéria foi dada em 2003 com a publicação dos Principles for the Activities of Credit Rating Agencies (Principles) onde se procurou fixar os alicerces orientadores da prestação de serviços de notação de risco e fornecer um suporte de actuação na elaboração das respectivas notações<sup>65</sup>. No entanto, o maior contributo desta organização deu-se com a publicação, em Dezembro de 2004, do Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies (Code of Conduct)<sup>66</sup>, mais específico e detalhado no que respeita ao modo de implementação dos princípios no plano prático de modo a proteger os investidores. Cumpre destacar que não se vislumbra neste código qualquer tipo de mecanismo sancionatório para o

---

<sup>63</sup> Cfr, SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 1,

<sup>64</sup> Cfr, SANTOS, Hugo Moredo, *cit.*, p. 499. Segundo Diogo Feio e Beatriz Carneiro em Agosto de 2011 o Departamento de Justiça dos Estados Unidos poderá ter procedido ao início de averiguações de analistas da Standard & Poor's por terem querido cortar a notação a créditos relacionados ao supprime, mas terão sido impedidos de o fazer por executivos desta empresa de notação. Cfr, FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, *cit.*, pp. 44 e ss, BOLTON, Patrick, FREIXAS, Xavier and SHAPIRO, Joel, - «The Credit Ratings Game», *The Journal of Finance*, Vol. LXVII, N.º 1, February 2012, *cit.*, p. 85 e CINQUEGRANA, Piero, *cit.*, p. 1.

<sup>65</sup> Cfr, SANTOS, Hugo Moredo, *cit.*, p. 503

<sup>66</sup> Do *Code of Conduct* cumpre destacar três grandes áreas de intervenção: (1) a qualidade e integridade do processo de notação, designadamente, no que diz respeito à monitorização e actualização, bem como na integridade e qualidade do processo de notação; (2) Independência das agências de notação de risco e o modo de evitar conflitos de interesses; (3) Divulgação do código de conduta e o diálogo com os participantes do mercado e (4) a responsabilidade das agências de notação de risco para com os participantes do mercado e emissores no qual se destaca a preocupação com a transparência e a pontualidade da divulgação da notação de risco. Cfr, *The Technical Committee of the IOSCO, - Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies*. Disponível em [www.IOSCO.org](http://www.IOSCO.org).

não cumprimento das suas disposições, pelo que não se estabelecia nenhum efeito jurídico vinculativo<sup>67</sup>.

Por outro lado, não prescreve nenhum tipo de metodologia específica quanto ao modo de análise das notações, tendo sido deixado para as próprias agências esta questão. Na verdade, é comum entre os diversos autores, que qualquer tipo de regulação que venha a ser instituída, não poderá impor uma determinada metodologia de análise<sup>68</sup>.

### 3.2.2. O contexto regulatório nos Estados Unidos da América

Nos E.U.A. a regulação das agências de notação de risco, no período temporal anterior a 2007, era, embora a legislação se mantenha em vigor com importantes alterações, efectuada com base no Securities Act de 1933<sup>69</sup>, constituindo a primeira grande reforma sobre a oferta e a procura no mercado de valores mobiliários, surgindo como resposta ao crash bolsista de 1929. No entanto, cumpre destacar o Securities Exchange Act de 1934 que impulsionou a regulação no mercado secundário de títulos nos E.U.A., bem como a instituição da Securities and Exchange Commission (SEC). Visou-se regular as actividades fraudulentas e imprudentes de Wall Street que eram inerentes ao boom liberal e fortemente globalizador iniciado com o fim do século XIX<sup>70</sup>.

Cumpre ainda destacar que no ordenamento jurídico dos E.U.A., em 1975, passa a ser instituído um procedimento, tido como um acto informal de “certificação”<sup>71</sup>, na relevância das notações das agências de notação de risco designado de Nationally Recognized Statistical Rating Organization, (NRSRO). Este procedimento, considerado por alguns autores como fundamental e como um mínimo de regulação,<sup>72</sup> foi projectado para incutir a garantia de que as notações de risco

---

<sup>67</sup> Cfr, BLAUROCK, Uwe, *cit.*, p. 27.

<sup>68</sup> Por todos, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 7.

<sup>69</sup> Com esta regulação passaram a existir dois tipos de factos susceptíveis de geral responsabilidade civil. Assim, a responsabilidade civil era susceptível de ser desencadeada por falsas declarações de registo, *secção 11* e a responsabilidade sobre as vendas em geral, *secção 12*. Trata-se de uma legislação que se centrou no registo de informação e não tanto das entidades que operavam no sector. Cfr, *The Federal Securities act of 1933, Yale Law Journal*, Vol. XLIII, No. 2., *cit.*, p. 3 e *Securities Act of 1933 (As Amended Through P- L. 112 – 90, Approved January 3, 2012)*.

<sup>70</sup> Neste sentido, CATARINO, Luís Guilherme, *cit.*, p. 88.

<sup>71</sup> Cfr, SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 4.

<sup>72</sup> Cfr, BOLTON, Patrick, FREIXAS, Xavier and SHAPIRO, Joel, *cit.*, p. 86 e SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 20.

utilizadas para fins de regulamentação sob as regras da SEC, eram credíveis e podiam ser utilmente invocadas no mercado<sup>73</sup>.

Este reconhecimento foi revisto fundamentalmente em 2006 por via do Credit Rating Agency Reform Act<sup>74</sup> que, não obstante não proceder à implementação do Code of Conduct, dispôs de soluções idênticas passando-se a prever expressamente a supervisão das agências de notação de risco pela Securities and Exchange Commission.

Com esta reforma, verificou-se um incremento quanto ao número de agências de notação. No entanto, a atribuição deste status não é isenta de críticas. Isto porque se considera, que a atribuição do mesmo, constitui um obstáculo de facto à entrada no mercado dada a aceitação deste ser efectivada pelo critério do reconhecimento<sup>75</sup>.

A designação de NRSRO é fortemente criticada por FRANK PARTNOY. Para o autor, verdadeiro céptico do contributo pelo qual as agências de notação de risco são susceptíveis de oferecer, vê nesta designação uma “chave de Pandora” na medida em que existem circunstâncias pelas quais só com notações de risco se permite o acesso aos mercados<sup>76</sup>. Na verdade, só com a atribuição deste status é que são permitidos efectuar determinados negócios cujo facto constitutivo depende não só da necessidade de ser objecto de notação, como a notação ter de derivar de uma NRSRO<sup>77</sup>.

Com esta constatação rápido se depreende que não é possível abolir por completo as notações de risco. Daí se propor a necessidade de atribuição de um status provisório de NRSRO, por um determinado período, principalmente para as agências de notação de risco que sejam novas no mercado da notação<sup>78</sup> e que tenham como principal fim a obtenção de uma quota de mercado podendo por em causa o rigor da notação.

---

<sup>73</sup> Cfr, Securities and Exchange Commission, - *Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization*, April, 2005, cit., p. 10.

<sup>74</sup> Esta reforma foi efectuada pela *Public Law 9/29/2006* e teve como principais objectivos melhorar a qualidade da classificação, a protecção dos investidores e do interesse público através da promoção da transparência, responsabilidade e concorrência no mercado da notação de risco. Cumpre salientar, todavia, a secção 4 desta lei onde se constata uma alteração ao Securities Act de 1934 passando a exigir que o estatuto de NRSRO passe a ser registado na Securities Exchange Commission.

<sup>75</sup> Cfr, BLAUROCK, Uwe, *cit.*, p. 12. e SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 5.

<sup>76</sup> Partilhando o mesmo entendimento, SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 21.

<sup>77</sup> Cfr, PARTMOY, Frank, - *Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, *cit.*, p. 2.

<sup>78</sup> Cfr, SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p 23.

### 3.2.3. A regulação na Europa

A nível europeu, a regulação sobre as agências de notação de risco não era uniforme dado que as principais agências tinham a sua sede fora da União Europeia. Daí verificar-se uma regulação própria de cada país sobre esta matéria onde países como a Holanda, França, Itália, Suíça, Bélgica e Polónia, não estabeleciam uma verdadeira licença para as agências actuar<sup>79</sup>. Nestes países, a ênfase era colocada nos negócios que necessitavam de uma notação de risco.

Não obstante esta disparidade casuística na regulação das agências de notação de risco, a Comissão Europeia não descurava a importância que estas agências desempenhavam no seio da União Europeia<sup>80</sup>. No entanto, as agências eram “reguladas” por um avultado número de directivas<sup>81</sup>, sendo que as mesmas não tinham em conta as especificidades que estas entidades manifestavam.

Dadas as dificuldades da regulação deste sector, a Comissão Europeia procedeu a uma atitude pragmática<sup>82</sup> tendo como base de resolução do problema o Code of Conduct da IOSCO. Assim, na sequência da publicação do primeiro relatório do CESR (Committee of European Securities Regulators) em Dezembro de 2006 sobre as agências de notação de risco, a Comissão Europeia concluiu não ser preciso tomar medidas legislativas no sentido de um maior controlo destas entidades, concluindo, que a auto-regulação, com uma base intensiva de códigos de corporate governance, (tendência publicizante respeitante à vida privada das empresas), tida como factor

---

<sup>79</sup> Cfr, BLAUROCK, Uwe, *cit.*, p. 12.

<sup>80</sup> Cfr, Comissão Europeia from the Commission on Credit Agencies, Bruxelas, Março de 2006, disponível em JOCE, C5, de 11 de Março de 2006.

<sup>81</sup> Até à adopção do Regulamento 1060/2009 do Parlamento e do Conselho de 16 de Setembro de 2009 relativo às agências de notação de risco, as mesmas eram objecto das seguintes Directivas: Directiva 2003/6/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 28 de Janeiro de 2003 relativa ao abuso de informação privilegiada e à manipulação do mercado; Directiva 2006/48/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa ao acesso à actividade dos estabelecimentos de crédito e ao seu exercício e a Directiva 2006/49/CE do Parlamento Europeu e do Conselho, de 14 de Junho de 2006, relativa à adequação dos fundos próprios das Sociedades de investimento e das instituições de crédito fazendo igualmente referência às agências de notação de risco.

<sup>82</sup> Cfr, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 8.

relevante na concorrência internacional<sup>83</sup>, assim como o Code of Conduct, seriam suficientes<sup>84</sup>.

### 3.2.4. Síntese das soluções implementadas após o despoletar da crise de 2007

Com o agravar da crise económico-financeira, foram-se sucedendo as críticas às actuações das agências de notação de risco. Cumpre destacar, assim, a revisão do código da IOSCO, embora o mesmo continue a não ter regras específicas em relação às metodologias de notação<sup>85</sup>. Entre as críticas mais acérrimas, destacamos as efectuadas pelo Financial Stability Forum em Abril de 2008 que veio a salientar a insuficiência das metodologias das agências de notação no que diz respeito ao risco dos produtos financeiros estruturados, propondo uma distinção de metodologias consoante o objecto de análise<sup>86</sup>.

Por outro lado, no contexto Norte-Americano, cumpre destacar o relatório da SEC de Junho de 2008 apresentando críticas nos pontos essenciais das agências de notação de risco. Essa chamada de atenção versou em questões tão díspares como a simbologias nas notações; metodologias; conflitos de interesses bem como a chamada de atenção para a falta de responsabilidade deste sector<sup>87</sup>.

Já no contexto Europeu, o início de toda uma nova abordagem aos riscos, que até então a atitude pragmática tinha negligenciado, são colocados em evidência com o Relatório Larosiére de Fevereiro de 2009, considerando que as agências de notação de risco “reduziram a percepção do risco de crédito dando notações AAA”<sup>88</sup>. Este relatório representa a base de toda a regulação que veio posteriormente a ser elaborado no

---

<sup>83</sup> Sobre a relevância da corporate governance na concorrência internacional, HOPT, Klaus J. - «Desenvolvimentos recentes da Corporate Governance na Europa, Perspectivas para o Futuro», *IDET, Miscelâneas*, n.º 5, Almedina, 2008, cit., p. 11.

<sup>84</sup> Cfr, COMISSÃO EUROPEIA, *Commisson welcomes EU regulator's report on credit rating agencies*, Bruxelas, 10 de Janeiro 2007, disponível em [www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/28&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr](http://www.europa.eu/rapid/pressReleasesAction.do?reference=IP/07/28&aged=0&language=EN&guiLanguage=fr).

<sup>85</sup> Cfr, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 12.

<sup>86</sup> Cfr, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 2.

<sup>87</sup> Sobre cada uma das críticas efectuadas vide, PARTNOY, Frank, - *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, *cit.*, pp. 10 e ss.

<sup>88</sup> Cfr, LAROSIÉRE, Jacques, - *The High-Level group on Financial Supervision in the EU, Report*, Brussels, 25 de February, 2009, cit., p. 9. Cumpre destacar que este relatório procedeu a determinadas recomendações ao nível das agências de notação de risco. Entre elas destacamos a necessidade do reforço do CESR quanto ao registo e fiscalização; a redução significativa das classificações nas regulações financeiras devendo ser diminuídas e a necessidade de metodologias específicas quanto à notação de produtos financeiros estruturados. Este relatório conclui ainda coma a necessidade das mudanças regulatórias ser acompanhada por um aumento da diligência e julgamento por parte dos investidores bem como de uma melhor supervisão.

domínio das notações de risco. Cumpre no entanto destacar a chamada de atenção deste relatório para a incapacidade demonstrada por parte dos Estados nacionais acompanharem a globalização financeira e a realidade de integração e interligação entre os mercados financeiros europeus.

Em face deste cenário, as agências de notação de risco passaram a estar vinculadas ao cumprimento de normas juridicamente vinculativas, designadamente, o Regulamento sobre as agências de notação de risco<sup>89</sup> que, não obstante não integrar o código da IOSCO, dispõe de soluções idênticas.

Segundo uma leitura sistemática do corpo do Regulamento, constatamos que o mesmo se centrou na questão da responsabilidade geral de questões ligadas ao registo e supervisão permanente das agências. Na verdade, verificamos que o registo passa a ser condição para as agências de notação de risco emitirem notações de risco destinadas a ser utilizadas para fins regulamentares na União Europeia, facto este comprovado com o registo das principais agências de notação no segundo semestre de 2011<sup>90</sup>.

Já quanto à supervisão, a mesma passa a caber à Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados, (ESMA)<sup>91</sup> que passa a promover a convergência da supervisão quer nos reguladores de valores mobiliários quer entre os sectores da banca e seguros.

#### **4. A notação de risco de Estados soberanos e o seu impacto**

A notação de risco de Estados soberanos tem demonstrado um aumento crescente da sua relevância, muito por causa da manifestação de uma tendência pró-cíclica, no agravamento de economias já de si débeis<sup>92</sup>, tendo como exemplo

---

<sup>89</sup> Cfr, *Regulamento 1069/2009 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 16 de Setembro de 2009, relativo às agências de notação de risco*, alterado pelo *Regulamento (EU) n.º 513/2011 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 11 de Maio de 2011 que altera o Regulamento (CE) n.º 1060/2009 relativo às agências de notação de risco*.

<sup>90</sup> Cfr, *European Securities and Markets Authority, Press Release, March, 2012*.

<sup>91</sup> Esta entidade foi criada pelo *Regulamento (EU) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010, que cria a Autoridade Europeia de Supervisão (Autoridade Europeia dos Valores Mobiliários e dos Mercados)*, que altera a *Decisão n.º 716 /2009/CE* e revoga a *Decisão 2009/77/CE da Comissão*.

<sup>92</sup> Cfr, BONE, Rosemarie Broker, - «Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina», *Indic. Econ. FEE*, Porto Alegre, Vol. 30, N-º 1, Junho, 2002. Salientando o facto desta modalidade de notação de risco nada reflectir sobre o risco sistémico, LIU, Li-Gang e FERRI, Giovanni, - *How Do Global Rating Agencies Rate Firms from Developing Country's ?*, ADB Institute Research, Paper No.º 26, September, 2001, cit., p. 1 e BHATIA, Ashok Vir, cit., p. 47.

paradigmático a crise argentina ao não reflectir efeitos sistémicos<sup>93</sup>. Prova desta pró-ciclicidade foi a década de 90 com a crise Asiática de 97, a crise Russa de 98 bem como a crise brasileira de 99. Estes factos levam alguns autores a considerarem não só o mau desempenho das agências de notação de risco, por atribuírem notações de risco com irreais notações de investment grade, como o agravamento da crise económica por via de uma exponencial aceleração da saída de capitais destes países<sup>94</sup>.

Não obstante as críticas que se vão erguendo, esta modalidade de notação de risco apresenta como principal vantagem, não só facilitar o acesso aos mercados internacionais de capital por parte dos Estados, mas também aos emissores domiciliados dentro das suas fronteiras quando a notação de risco corresponda a um investment grade<sup>95</sup>. Por outro lado, é preciso não esquecer a confiança que as notações acarretam. Isto porque se considera que a probabilidade de default de um Estado que tenha sido objecto de notação de risco “AAA” ao longo de cinco anos é de 0,10%<sup>96</sup>.

À partida, este tipo de notação seria susceptível de potenciar um desenvolvimento de países em vias de desenvolvimento. Na verdade, este mecanismo seria susceptível de oferecer um grau de segurança mais confortável a investidores dada a redução de assimetrias de informação que a notação de risco visa proporcionar, principalmente em economias precárias e com grande volatilidade<sup>97</sup>. No entanto, constatando-se a existência de um downgrade na notação de risco de um país em vias de desenvolvimento, observa-se que as notações de risco das empresas que operam sobre o seu território são afectadas negativamente, constatação essa que não se verifica com a mesma magnitude e intensidade nos países desenvolvidos, não obstante a mesma também seja possível de constatar<sup>98</sup>.

Em face desta realidade, outras também tendem a ser manifestadas e que corresponde ao facto dos Estados correrem o risco de começar a actuar não de acordo com os seus interesses mas sim num limbo expectante pelo qual as decisões que

---

<sup>93</sup> Saliendo esta debilidade das notações de risco dos Estados soberanos, UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 5.

<sup>94</sup> Cfr, BONE, Rosemarie Broker, *cit.*, p. 79.

<sup>95</sup> Cfr, CANTER, Richard e PACKER, Frank, - «Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings», *Economic Policy Review*, October, 1996, *cit.*, p. 38.

<sup>96</sup> Cfr, BHATIA, Vir Ashok, *cit.*, p. 11.

<sup>97</sup> No mesmo sentido, REISEN, Helmut, *cit.*, p. 1.

<sup>98</sup> Cfr, LIU, Li-Gang e FERRI, Giovanni, *cit.*, p. 2.



adoptam não se venham a traduzir num downgrade por parte das agências de notação de risco.

O que se pode constatar relativamente a este facto é que hoje, com a generalização dos processos de liberalização, privatização e globalização a supremacia do Estado, principalmente na área política e económica, tende a ser posta em causa a até mesmo questionada. É gritante, no nosso entender, o espectro de informação que uma entidade privada, como são comumente qualificadas as agências de notação de risco, detém de um Estado. Isto faz com que os Estados permaneçam em permanente “auditoria” por estas entidades e com tal exista uma possibilidade fáctica de congestionamento das suas actuações enquanto manifestação da sua plenitude potestas. Para isso, basta observar o iter pelo qual se chega a uma notação de risco de um Estado soberano.

No entanto, uma questão pode ser equacionada. Na verdade, poderíamos chegar à conclusão de que, uma vez emitida uma notação de risco que qualifique um determinado Estado com uma notação downgrade, dificilmente esse Estado poderia voltar ao mercado internacional para se financiar, pelo menos em circunstâncias vantajosas, e assim permitir uma alavancagem da sua economia. Mas é neste domínio que surge uma esperança para os Estados. Uma esperança que foi manifestada com o default da Rússia em Agosto de 1998.

A experiência pós-default russa comprovou que a Rússia foi capaz de retornar aos mercados internacionais de capitais sete anos depois do seu default. Esta singularidade leva alguns autores a afirmarem que o fundamental para os investidores é o desempenho actual de um devedor em vez da sua história de crédito<sup>99</sup>.

## **5. O Direito Administrativo Global: uma solução?**

Uma das dificuldades que os autores reiteram em face da problemática que rodeia as agências de notação de risco tem a ver com a questão da responsabilidade civil. Não obstante esta temática, existem outras que também são referidas como formas de “responsabilizar” este sector. Estas passam pela diminuição das disposições que exigem a necessidade de notações de risco, a responsabilização dos próprios

---

<sup>99</sup> Cfr, NADMITOV, Alexander, - *Russian Debt Restructuring – Overview, Structure of Debt, Lessons of Default, Seizure Problems and the IMF SDRM Proposal*, *International Finance Seminar*, Harvard Law School, cit., pp. 48 e 49 disponível em <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp26.pdf>.

investidores (shock therapy<sup>100</sup>) ou então, a título hipotético, a invocação do abuso colectivo de posição dominante<sup>101</sup>.

No que concerne especificamente à responsabilidade civil, considera-se que os casos intentados contra as agências de notação de risco detêm um elemento em comum que é o facto de estas ganharem sempre<sup>102</sup>. Considera-se que esta solução, não só apresenta perspectivas limitadas de sucesso, como acarreta problemas assaz complicados em sede de execução das decisões<sup>103</sup>.

Embora não se vislumbrem casos de responsabilidade civil entre Estados e agências de notação, e partindo do cenário jurisprudencial existente, principalmente no ordenamento jurídico Norte-americano, não se revelará susceptível de ser frutífera esta questão tendo em conta os casos existentes no âmbito privado<sup>104</sup>. Dada esta realidade, outra também se ergue e que se prende com o facto das agências de notação de risco se encontrarem sobre o escudo protector da primeira emenda da Constituição Norte-americana<sup>105</sup>, que estabelece a liberdade de expressão<sup>106</sup>, sendo este facto aproveitado por estas<sup>107</sup>.

Já no contexto europeu é necessário salientar que o Regulamento que estabelece as regras sobre as agências de notação de risco, passa a estabelecer regras juridicamente accionáveis pelo que a questão poderá vir a ser diferente, embora a

---

<sup>100</sup> Cfr, PARTNOY, Frank, - *Over dependence on Credit Ratings was a Primary cause of the Crisis*, cit., p. 12.

<sup>101</sup> Sobre esta possibilidade, vide, FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, *ob. cit.*, pp. 87 e ss.

<sup>102</sup> Cfr, PARTNOY, Frank, - *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., p. 14.

<sup>103</sup> Cfr, BLAUROCK, Uwe, *cit.*, p. 25.

<sup>104</sup> O exemplo gritante da nossa constatação é visível no caso *Quinn v.s. McGraw-hill* disponível em <http://caselaw.findlaw.com/us-7th-circuit/1078790.html>.

<sup>105</sup> Cfr, PARTNOY, Frank, - *Over dependence on Credit Ratings was a Primary cause of the Crisis*, cit., p. 13 id, *Rethinking Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective*, cit., p. 15.

<sup>106</sup> “O Congresso não deve fazer leis a respeito de se estabelecer uma religião, ou proibir o seu livre exercício ou diminuir a liberdade de expressão, ou de imprensa ou sobre o direito das pessoas de se reunirem pacificamente, e de fazerem pedidos ao Governo para que sejam feitas reparações por ofensa”.

<sup>107</sup> É comum entre as páginas oficiais das três principais agências de notação de risco esta constatação. A título de exemplo destacamos o que diz a Standard & Poor’s: “Os Ratings da Standard & Poor’s não são indicações de mérito de investimento. As avaliações não visam indicar a compra; venda ou manutenção das recomendações, assim como não são destinadas a sinalizar a adequação de um investimento. Elas falam de um aspecto de um investimento de decisão de crédito e em alguns casos indicam o que os investidores podem esperar no caso de inadimplência”. Cfr, STANDARD & POOR’S – *Guide to Credit Ratings Essentials*, cit., p. 4.

conclusão a que chegamos tenda a demonstrar que não é com base neste Regulamento que a responsabilidade civil será efectividade.

Analisando criticamente este dispositivo, concluímos que as sanções que se estabelecem pelo não cumprimento das suas disposições, apresentam, como epílogo, a possibilidade do cancelamento do registo atribuído as agências<sup>108</sup>. Porém, e como já salientado, as agências de notação de risco são entidades globais e daí, nada as impede de atribuir notações de risco de Estados-Membros Europeus fora do espaço da União Europeia. O seu impacto no mercado internacional de capital será o mesmo quer estas entidades estejam ou não registadas no seio da União Europeia.

Em face deste cenário, a alternativa que propomos é a afirmação dogmática do Direito Administrativo Global, afirmação esta que é manifestamente necessária no caso da regulação das agências de notação de risco. Embora esta solução não seja afirmada expressamente no Regulamento que cria a ESMA, existem disposições, embora a título supranacional, que sugerem esta solução<sup>109</sup>.

Do exposto até ao momento, verificamos que as medidas tomadas pelas diferentes instituições no domínio da regulação das agências de notação de risco tendem a ser convergentes. Esta constatação exerce sobre os Estados a necessidade de colaborarem entre si, na medida em que, disposições autoritariamente impostas, tendem a ser infrutíferas ou até mesmo prejudiciais. Assim, surge a necessidade de coordenação das decisões adoptadas, principalmente em sede de execução das mesmas, oferecendo uma resposta global às questões em torno das agências de notação de risco, minimizando lacunas que sempre existirão<sup>110</sup>.

Esta realidade faz com que os Estados estabeleçam uma cooperação em rede, ou seja, de relações em que questões baseadas na auctoritas unilateral tendem a ser afastadas e daí SABINO CASSESE salientar a importância da interdependência. No

---

<sup>108</sup> Cfr, art. 20.º “Autoridade competente do Estado-Membro de origem deve cancelar o registo de uma agência de notação de risco caso esta”, alínea d) “Tenha infringido grave e reiteradamente as disposições do presente regulamento que regem as condições de actividade das agências”.

<sup>109</sup> Segundo o Regulamento (EU) n.º 1095/2010 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 24 de Novembro de 2010 que cria a Autoridade Europeia de Supervisão detém a seguinte frase: “A crise demonstrou que o actual sistema de cooperação entre autoridades nacionais com competências limitadas a um único Estado-Membro é insuficiente em relação a instituições financeiras que operam além fronteiras”.

<sup>110</sup> No mesmo sentido, CERVONE, Elisabetta, - «Riflessioni per un’indagine sulle agenzie di rating, *Rivista Trimestrale di Diritto Dell’Economia*, 2009, cit., p. 289; UTZIG, Siegfried, *cit.*, p. 7 e SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 1.

entanto, salienta-se que esta é uma questão que tende a ser resolvida não pelo “primitivo Direito Internacional”<sup>111</sup> mas pela afirmação de um Direito Transnacional<sup>112</sup>.

Pensamos que não é uma ideia completamente descurada no nosso ordenamento jurídico. Isto porque já GOMES CANOTILHO vem alertando para a necessidade de uma interconstitucionalidade<sup>113</sup>. Partindo deste ponto de vista, e, atendendo que parte da doutrina considera o nosso Direito Administrativo direito constitucional concretizado<sup>114</sup>, entendemos que nada obsta a este entendimento.

Por outro lado, verifica-se que existem múltiplas instituições a concorrem para a resolução dos problemas que emergem em torno das agências de notação de risco. Basta observar o papel da IOSCO, da ESMA, da Securities Exchange Comisson, de instituições como o G-20, OCDE, FMI ou até mesmo do Fórum de Estabilidade Financeira.

Esta multiplicidade de instituições potenciam um leque de soluções variadas, fazendo não só com que os Estados sejam “capturados” por estas instituições como estas, por sua vez, sejam também “capturadas” pelos Estados<sup>115</sup>. Esta realidade faz com que SABINO CASSESE afirme que “a primeira consequência do desenvolvimento da rede dos poderes super-estaduais é os Estados serem condicionados, no seu exercício da soberania, por instituições superiores (...). O resultado é que os ordenamentos internos devem respeitar não apenas o direito estabelecido pelos Estados, mas também o direito estabelecido fora dele”<sup>116</sup>.

Esta “mercantilização” de instituições que concorrem entre si no campo da regulação, faz com que exista um espaço jurídico global<sup>117</sup>, um espaço em que os

---

<sup>111</sup> A expressão é de SCHWARCZ, Steven L., *cit.*, p. 25.

<sup>112</sup> Cfr, STEWART, Richard B., - «Il Diritto Amministrativo Globale», *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Año 2005, n.º 3, *cit.*, p. 635.

<sup>113</sup> Cfr, CANOTILHO, J.J. Gomes, - *Direito Constitucional e Teoria da Constituição*, 7ª Edição, Almedina, 2011, *cit.*, p. 1425 e CANOTILHO, J. J. Gomes e MOREIRA, Vital, - *Constituição da República Portuguesa Anotada*, 4ª Edição Revista, Coimbra Editora, *cit.*, pp. 48 e 49.

<sup>114</sup> Cfr, MOREIRA, Vital, - «Constituição e direito administrativo (A «constituição administrativa» portuguesa) in *Ab Vno Omnes – 75 anos da Coimbra Editora*, Coimbra Editora, 1998, *cit.*, p. 1165. Salientando a mesma ideia no ordenamento jurídico Italiano, NAPOLITANO, Giulio, - «Sul futuro delle scienze del diritto pubblico», *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Año 2010, n.º 1, *cit.*, p. 6.

<sup>115</sup> Constatando esta realidade, CASSESE, Sabino, - «Il Diritto Amministrativo Globale, Una Introduzione», *Rivista trimestrale di diritto pubblico*, Año 2005, n.º 2, *cit.*, p. 346. Em sentido semelhante, PIANESI, Luigi, *cit.*, p. 181.

<sup>116</sup> Cfr, CASSESE, Sabino, - *A Crise do Estado*, Tradução de Ilse Paschoal Moreira e Fernanda Landucci Ortale, Saberes Editora, 2010, *cit.*, p. 71.

<sup>117</sup> Cfr, CASSESE, Sabino, - «El espacio Jurídico Global», *La Globaliación Jurídica*, Novembro, 2006, disponível em [www.VLex.com/vid/345281278](http://www.VLex.com/vid/345281278).

diversos ordenamentos jurídicos tendem, cada vez mais, a proceder a uma cooperação sem soberania onde existe uma sociedade e uma comunidade internacional cuja legitimidade advêm do Direito e não do consenso obtido por um povo fazendo com que exista não um government mas uma governance<sup>118</sup> face a um espaço jurídico global.

É certo que com esta questão muitos dos princípios fundamentais do Direito Administrativo clássico são abalados, desde logo a legitimação democrática da administração<sup>119</sup>. Princípios como o da participação dos interessados, transparência e legalidade são colocados numa “arena global”<sup>120</sup>, abalando a tradicional doutrina do Estado, de modelo germânico, onde a democracia só se realiza no Estado através dos mecanismos nacionais com base em representantes parlamentares<sup>121</sup>.

No entanto, negar esta realidade é contribuir para a manutenção do poder das agências de notação de risco.

## 6. Conclusão

As agências de notação de risco representam um papel fundamental no mundo económico-financeiro. Estas entidades permitiram aos investidores indicadores claros e objectivos sobre uma disparidade de informações permitindo reduzir esta assimetria informativa.

No entanto, vários autores têm vindo a salientar a existência de múltiplos erros que abalam o sector da notação de risco. Evidenciam a falta de rigor e precisão nos objectos de notação, principalmente no que diz respeito aos instrumentos financeiros derivados, bem como a manifestação de uma tendência pró-cíclica entre downgrades e crises económicas de países objecto de notações de risco. Este facto evidencia a progressiva recessão que os países enfrentam e daí se afirmar que esta modalidade de notação de risco não permite oferecer uma resposta adequada à problemática de riscos sistémicos.

---

<sup>118</sup> Entende-se por governance, “a influência da regulação pública sobre a regulação jurídica e ética de condutas e interações entre os sujeitos privados detentores do poder e objecto de políticas sociais” Cfr. CATARINO, Luís Guilherme, *cit.*, p. 209.

<sup>119</sup> Cfr. CANOTILHO, J. J. Gomes, - «O princípio democrático sobre a pressão dos novos esquemas regulatórios», *Revista de Direito Público e Regulação*, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação, N.º 1, Maio, 2009, *cit.*, p. 101.

<sup>120</sup> No mesmo sentido, STEWART, Richard B., *cit.*, p. 639.

<sup>121</sup> Salientando esta realidade, NAPOLITANO, Giulio, *cit.*, p. 10.

Por outro lado, verifica-se uma similitude de actuações entre o ordenamento jurídico Norte-americano e Europeu, no tratamento regulatório das agências de notação de risco, sendo que se descarta a possibilidade de uma regulação que incida nas metodologias que culminam na emissão de uma notação de risco.

Em face de todos estes problemas, propõe-se como possível solução de toda esta problemática a afirmação do Direito Administrativo Global de modo a que a regulação sobre as agências de notação de risco seja frutífera.

**Bibliografia:**

- ALPA, Guido, - «Mercati mondiali in crisi. Ragioni del diritto e cultura globale», Revista Trimestrale di Diritto Dell'Economia, 2009;
- ASCENÇÃO, José de Oliveira, - «Derivados», Direito dos Valores Mobiliários, Vol IV, Coimbra Editora, 2003;
- BASEL COMMITTEE ON BANKING SUPERVISION, - Credit ratings and complementary sources of credit quality information, Basel Committee Banking Supervision, Working Paper, n.º 3, August, 2000;
- BHATIA, Ashok Vir, - Sovereign Credit Ratings Methodology: Na Evaluation, International Monetary Fund, October, 2002, Working Paper No.º 02/170;
- BLAUROCK, Uwe, - «Control and Responsibility of Credit Rating Agencies», Electronic Journal of Comparative Law, Vol. 11, N.º 3, December, 2007;
- BOLTON, Patrick, FREIXAS, Xavier and SHAPIRO, Joel, - «The Credit Ratings Game», The Journal of Finance, Vol. LXVII, N.º 1, February 2012;
- BONE, Rosemarie Broker, - Análise crítica dos fundamentos dos ratings soberanos: o caso da Argentina, Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, Vol. 30, N-º 1, Junho, 2002;
- CANTOR, Richard e PACKER, Franck, - «Determinants and impact f sovereign credit ratings», Economic Policy Review, Vol. II, n.º 2, October, 1996;
- CASSESE, Sabino, - A Crise do Estado, Tradução de Ilse Paschoal Moreira e Fernanda Lauducci Ortale, Campinas, Saberes Editora, 2010;
  - «El espacio Jurídico Global», La Globaliación Jurídica, Novembro, 2006;
  - «Il Diritto Admmministrativo Globale, Una Introduzione», Rivista trimestrale di diritto pubblco, Año 2005, n.º 2
  - «L` Arena Pubblica - Nuovi Paradigma per lo Stato», Rivista trimestrale di diritto pubblco, Año 2005, n.º 3;
- CATARINO, Luís Guilherme, - Regulação e Supervisão dos Mercados de Instrumentos Financeiros, Fundamento e Limites do Governo e Jurisdição das Autoridades Independentes, Almedina, Coimbra, 2010;
- CERVOME, Elisabetta, - «Riflessioni per un'indagine sulle agenzie di rating», Revista Trimestrale di Diritto Dell'Economia, 2009;
- CINQUEGRANA, Piero, - «The Reform of the Credit Rating Agencies: A comparative perspective» in Symposium on Building the financial System

- of the 21<sup>st</sup> Century: En Agenda for Europe & United States, Turin, Italy, March 26 – 28, 2009;
- COMISSÃO EUROPEIA, Commission welcomes EU regulator's report on credit rating agencies, Bruxelas, 10 de Janeiro 2007;
  - COMISSÃO EUROPEIA from the Commission on Credit Agencies, Bruxelas, Março de 2006, disponível em JOCE, C5, de 11 de Março de 2006;
  - DITTRICH, Fabian, - The Credit Rating Industry: Competition and Regulation, Inauguraldissertation zur Erlangung des Doktorgrades der Wirtschafts- und Sozialwissenschaftlichen Fakultät der Universität zu Köln, Köln, 2007;
  - EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY, Press Release, March, 2012;
  - FEIO, Diogo e CARNEIRO, Beatriz Soares, - O Poder das Agências, Edições Matéria . Prima, Bruxelas, 2012;
  - GOMES CANOTILHO, J.J., - Direito Constitucional e Teoria da Constituição, 7<sup>ª</sup> Edição, Almedina, 2011;
    - «O princípio democrático sobre a pressão dos novos esquemas regulatórios», Revista de Direito Público e Regulação, Centro de Estudos de Direito Público e Regulação, N.º 1, Maio, 2009;
    - «O Direito Constitucional Passa; O Direito Administrativo Passa Também», in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Rogério Soares, Boletim da Faculdade de Direito, Universidade de Coimbra, Coimbra Editora, 2001;
  - GONÇALVES, Pedro, - Entidades Privadas com Poderes Públicos, Almedina, 2008;
    - «Direito administrativo da regulação», in Estudos em Homenagem ao Prof. Doutor Marcello Caetano – No Centenário do seu Nascimento, Vol II, Coimbra Editora, 2006;
  - HILL, Claire A., - «Why did anyone listen to the Rating Agencies After Enron?», Journal of Business & Technology Law, Vol. 4, N.º 2, 2009;
    - Regulating the Agencies Rating, Georgetown University Law Center, Vol. 82, 2004, Working Paper No. 452022;
  - HOPT, Klaus J. - «Desenvolvimentos recentes da Corporate Governance na Europa, Perspectivas para o Futuro», IDET, Miscelâneas, n.º 5, Almedina, 2008;
  - LAROSIÈRE, Jacques, - The High-Level group on Financial Supervision in the EU, Report, Brussels, 25 de February, 2009;



- LIU, Li-Gang e FERRI, Giovanni, - How Do Global Rating Agencies Rate Firms from Developing Country's ?, ADB Institute Research, Paper No.º 26, September, 2001;
- MOREIRA, Vital, - «Constituição e direito administrativo (A «constituição administrativa» portuguesa) in Ab Vno Omnes – 75 anos da Coimbra Editora, Coimbra Editora, 1998;
  - Auto-regulação profissional e administração autónoma, (A organização institucional do vinho do Porto), Vol. I, Coimbra, 1996;
- NADMITOV, Alexander, - Russian Debt Restructuring – Overview, Structure of Debt, Lessons of Default, Seizure Problems and the IMF SDRM Proposal, International Finance Seminar, Harvard Law School, disponível em <http://www.law.harvard.edu/programs/about/pifs/llm/sp26.pdf>;
- NAPOLITANO, Giulio, - «Sul futuro delle scienze del diritto pubblico», Rivista trimestrale di diritto pubblico, Año 2010, n.º 1;
- PARTNOY, Frank, - Over dependence on Credit Ratings was a Primary cause of the Crisis, University of San Diego School of Law, Paper No.º 09-015, July, 2009;
  - Rating Regulation of Credit Rating Agencies: An Institutional Investor Perspective, University of San Diego School of Law, Paper No. 09 – 014, July, 2009;
  - The Paradox of Credit Ratings, University of San Diego School of Law, Paper No.º 20;
  - «The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies», Washington University Law Quarterly, Vol. 77, N.º 3, 1999;
- PIANESI, Luigi, - «Le agenzie di “rating” tra Privatizzazione di funzioni pubbliche e opinion private “geneticamente modificate”», Rivista trimestrale di diritto pubblico, N.º1, 2011;
- REISEN, Helmut, - Ratings since the Asian Crisis, United Nations University, WIDER, Discussion Paper No. 2002/2, January, 2002;
- SANTOS, Hugo Moredo, - «A Notação de Risco e os Conflitos de Interesses», in Conflitos de Interesses no Direito Societário e Financeiro – Um Balanço a Partir da Crise Financeira, Almedina, 2010;

- SCHWARCZ, Steven L., - Private Ordering of Public Markets: The Rating Agency Paradox, University of Illinois Law Review, Vol. 2002, N.º 1;
- SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION, - Definition of Nationally Recognized Statistical Rating Organization, April, 2005;
- SOARES, Rogério E., - Direito Público e Sociedade Técnica, Tenacitas, Coimbra Editora, 2008;
- STAFF TO THE SENATE COMMITTEE ON GOVERNMENTAL AFFAIRS, - Financial oversight of Enron: the SEC and private-sector watchdogs, 2002;
- STANDARD & POOR'S, - Sovereign Government Ratings Methodology and Assumptions, June, 2011;
- STEWART, Richard B., - «Il Diritto Amministrativo Globale», Rivista trimestrale di diritto pubblico, Año 2005, n.º 3;
- THE FEDERAL SECURITIES ACT OF 1933, Yale Law Journal, Vol. XLIII, No. 2;
- THE TECHNICAL COMMITTEE OF THE IOSCO, - Code of Conduct Fundamentals for Credit Rating Agencies;
- TONELLO, Matteo, - «Le agenzie di rating finanziario: il dibattito su un modelo economic e esposto al rischio di conflitto di interessi», in Contratto e impresa, Padova, ano 21, n.º 3, 2005;
- UTZIG, Siegfried, - The Financial Crisis and the Regulation of Credit Rating Agencies: A European Banking perspective, Asian Development Bank Institute (ADBI Working Paper), Working Paper No. 188, January, 2010.

